

## KOMMENTAR ZUR STUDIE

### „WHY DOES MUTUAL FUND PERFORMANCE NOT PERSIST? THE IMPACT AND INTERACTION OF FUND FLOWS AND MANAGER CHANGES“ (MÄRZ 2010) VON WOLFGANG BESSLER (UNIVERSITY GIESSEN), DAVID BLAKE (CASS BUSINESS SCHOOL), PETER LÜCKOFF (UNIVERSITY GIESSEN) UND IAN TONKS (UNIVERSITY OF EXETER)

#### Abstract

Die Studie „Why does Mutual Fund Performance not Persist? The Impact and Interaction of Fund Flows and Manager Changes“ untersucht erstmalig den Einfluss von Fondsmanagerwechseln gemeinsam mit der Bedeutung von Mittelzuflüssen und -abflüssen auf die relative risikoadjustierte Wertentwicklung von aktiv verwalteten offenen Investmentfonds. **Die Studie führt zu dem Ergebnis, dass ein erfolgreicher Fonds nach einem Fondsmanagerwechsel, als auch nach hohen Mittelzuflüssen, einen Unterschied in der risikoadjustierten relativen Wertentwicklung von 3,6 Prozentpunkten erleidet.** Dieses Ergebnis zeigt die hohe Relevanz für jeden Fonds-Selektor auf und legt den Schluss nahe, dass gängige Analysemethoden von Investmentfonds überdacht werden müssen.

#### Einleitung

In der Vergangenheit konnte eine Vielzahl von wissenschaftlichen Studien keine Beständigkeit von abnormen Renditen von Investmentfonds nachweisen und es wurde i. d. R. lediglich die Rückkehr zum Mittelmaß festgestellt. Mit der hier vorliegenden Studie wurden nun zum ersten Mal die beiden erklärenden Faktoren Fondsmanager und Fondsvolumen gemeinsam berücksichtigt. Die Ergebnisse der Studie zeigen, dass Fonds, welche zuvor sehr erfolgreich verwaltet wurden und daraufhin hohe Mittelzuflüsse erfuhren, im Durchschnitt 2,5 Prozentpunkte schwächer abschnitten als solche Fonds ohne größere Mittelbewegungen. Ebenfalls wirkt sich ein Fondsmanagerwechsel bei einem erfolgreichen Fonds negativ auf die relative Wertentwicklung aus und solche Fonds erzielen ein im Durchschnitt um 1,4 Prozentpunkte schwächeres Ergebnis als erfolgreiche Fonds ohne Fondsmanagerwechsel.

Diese Ergebnisse sind für jeden Fonds-Selektor von hoher Relevanz, insbesondere wenn historische Daten zur Analyse der Wertentwicklung des Fonds herangezogen werden. Die Studie legt den Schluss nahe, dass Vergangenheitsdaten keine relevante Aussagekraft bieten, wenn zum einen nicht bekannt ist, welcher Fondsmanager in welchem Zeitraum für den jeweiligen Fonds verantwortlich war und zum anderen, unter welchen Rahmenbedingungen hinsichtlich des verwalteten Fondsvolumens diese Ergebnisse erzielt wurden.

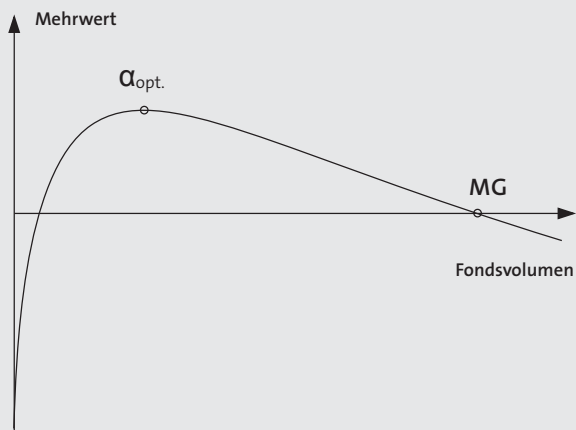
Mit der hier vorgestellten Studie wird somit erstmalig auch ein empirischer Beleg für einen Gleichgewichtsmechanismus im Markt offener Investmentfonds gegeben, wie er bei Berk und Green (2004) beschrieben wurde oder auch in der Studie „Marktgleichgewicht bei offenen Investmentfonds“ von der Sauren Fonds-Research AG (2007).

#### *Exkurs: Marktgleichgewicht von offenen Investmentfonds<sup>1</sup>*

*Ein Anstieg des verwalteten Fondsvolumens wirkt sich negativ auf die Möglichkeiten eines Fondsmanagers aus, Mehrwerte in dem für ihn relevanten Markt zu erzielen. Dies begründet sich unter anderem damit, dass die Flexibilität, mit dem der Investmentfonds verwaltet wird, abnimmt und Opportunitätskosten entstehen. Die Höhe der Opportunitätskosten aufgrund eines steigendes Volumens lassen sich nur schwer ermitteln oder beziffern und hängen stark von dem Anlagestil und dem Anlageuniversum des Fondsmanagers ab.*

<sup>1</sup> Vgl. Guseck (2007)

### VOLUMENSENSITIVITÄTSKURVE



Die obige Grafik visualisiert den Einfluss der Opportunitätskosten auf die Möglichkeit der Mehrwertgenerierung eines Fondsmanagers. Auf der horizontalen Achse ist die Höhe des durch den Manager verwalteten Volumens und auf der vertikalen Achse der Mehrwert bzw. das Alpha abgetragen. Das verwaltete Volumen bestimmt in Abhängigkeit von anderen Faktoren das theoretisch zu erzielende Alpha. Der optimale Punkt ist mit  $\alpha_{opt.}$  in der Grafik bezeichnet. In diesem Punkt erreicht das Alpha unter den gegebenen Faktoren sein Maximum. Im Scheitelpunkt überwiegen dann die Opportunitätskosten die Vorteile eines steigenden Volumens und die Kurve fällt stetig. Im Marktgleichgewicht (MG) erzielt selbst der überdurchschnittliche Fondsmanager keinen Mehrwert mehr, da die Kosten des hohen Fondsvolumens sämtliche erzielbaren Mehrwerte aufzehren.

## Studienaufbau & Ergebnisse

Grundlage für die empirische Arbeit von Bessler et al. ist die Datenbank des in Chicago ansässigen Center for Research in Security Prices (CRSP). Hierbei handelt es sich um die wohl umfangreichste Datenbank hinsichtlich offener Investmentfonds im US-amerikanischen Markt. Das Besondere an dieser Datenbank im Vergleich zu einer Vielzahl von anderen ist, dass historische Daten hinsichtlich der verantwortlichen Fondsmanager als auch des Fondsvolumens im Zeitablauf gespeichert sind. Grundlage für die empirische Arbeit sind 3.946 aktiv verwaltete US-amerikanische Aktienfonds im Zeitraum von 1992 bis 2007.

In einem ersten Schritt wurden die Investmentfonds nach der relativen risikoadjustierten Wertentwicklung<sup>2</sup> in einem Kalenderjahr sortiert, um dann zu ermitteln, wie die Wertentwicklung in der Folgeperiode ausgefallen ist. Hierbei stellen die Autoren eine grundsätzliche Rückkehr zum Mittelmaß sowohl der überdurchschnittlichen, als auch der unterdurchschnittlichen Investmentfonds fest. Dies bestätigt vorangegangene Studien, die zu ähnlichen Ergebnissen gekommen sind. Ferner stellen sie fest, dass die Investmentfonds mit der besten risikoadjustierten Wertentwicklung der Vorperiode im Durchschnitt überproportional hohe Mittelzuflüsse erhalten, wohingegen die schlechtesten Fonds leichte Mittelabflüsse hinnehmen müssen. Auch hinsichtlich dieser Beobachtung kommen vorangegangene Studien zu ähnlichen Ergebnissen.

Im weiteren Verlauf der Studie werden die Auswirkung von Fondsmanagerwechsel und Mittelbewegungen sowohl bei überdurchschnittlichen, als auch unterdurchschnittlichen offenen Investmentfonds untersucht. Im Folgenden werden lediglich die Ergebnisse in Bezug auf die überdurchschnittlichen Fonds betrachtet.

Die Autoren untersuchen, in wie fern sich die Ergebnisse unterscheiden, wenn die besten zehn Prozent des Vorjahres in eine Gruppe mit geringeren Mittelzuflüssen und eine Gruppe mit relativ hohen Mittelzuflüssen aufgeteilt werden. Die Autoren stellen fest, dass Mittelzuflüsse die Rückkehr zum Mittelmaß von überdurchschnittlichen Fonds erklären. Dabei ist dieser Effekt umso stärker, je höher der Mittelzufluss ausfällt.

„We therefore have clear evidence indicating that fund flows explain the lack of performance persistence among winner funds, confirming the Berk and Green (2004) hypothesis“<sup>3</sup>

Auch wenn die Gruppe der besten Fonds einer Periode in Sub-Gruppen mit und ohne Fondsmanagerwechsel unterteilt werden, konnten die Autoren feststellen, dass der Wechsel des verantwortlichen Fondsmanagers ebenfalls ein erklärender Faktor für die Rückkehr der überdurchschnittlichen Renditen zurück zum Mittelmaß ist. Die beiden negativen Effekte aus steigendem Fondsvolumen und dem Weggang eines erfolgreichen Fondsmanagers sind dabei kumulativ und beeinflussen sich gegenseitig nicht.

Die beiden Faktoren Weggang eines erfolgreichen Fondsmanagers und ein deutlicher Anstieg des verwalteten Fondsvolumens erklären einen Unterschied in der risikoadjustierten Wertentwicklung von 3,6 Prozentpunkten pro Jahr.

<sup>2</sup> Gemessen am Vier-Faktor-Modell von Carhart (1997), um so Verzerrung aufgrund eines spezifischen Anlagestils zu eliminieren.

<sup>3</sup> Bessler, Wolfgang; Blake, David; Lückhoff, Peter; Tonks, Ian (2010), S. 19.

## Würdigung

Bei der hier vorgestellten Studie handelt es sich um die erste empirische Arbeit, die sowohl die Person des Fondsmanagers als auch das verwaltete Fondsvolumen als erklärende Faktoren gemeinsam berücksichtigt. Die in der Studie vorgestellten Ergebnisse zeigen, dass beide Faktoren einen maßgeblichen Einfluss auf die erzielbaren Mehrwerte haben. Aus unserer eigenen praktischen Erfahrung von über 15 Jahren Fondsmanagerselektion können wir diese deutlichen Ergebnisse klar bestätigen. In einer Vielzahl von Publikationen hat die SAUREN-Gruppe in der Vergangenheit auf die Bedeutung des Fondsmanagers, als auch auf den negativen Einfluss eines steigenden Fondsvolumens hingewiesen und die Bedeutung an Praxisbeispielen aufgezeigt. Somit freut es uns sehr, dass nunmehr der empirische Beleg für die Gültigkeit unserer Investmentphilosophie nicht mehr allein durch die konstant guten Ergebnisse der SAUREN Dachfonds in den letzten elf Jahren erbracht werden muss (siehe Tabelle auf der letzten Seite), sondern ebenfalls von der hier vorgestellten Studie getragen wird.

Leider basiert die Studie lediglich auf Daten US-amerikanischer Aktienfonds, was dem Umstand geschuldet ist, dass die CRSP-Datenbank die einzig zugängliche Datenbank ist, welche die entsprechenden Informationen gespeichert hat und diese lediglich Daten für den US-Markt sammelt. Wir halten die Ergebnisse jedoch auch auf andere Regionen und Produktgattungen für übertragbar und valide.

Für die zukünftige Forschung wäre es mit Sicherheit interessant, nicht allein die Wertentwicklung der jeweiligen Fonds zu untersuchen, sondern vielmehr auf die Ergebnisse des verantwortlichen Fondsmanagers abzustellen.

## Fazit

Wir stimmen der Empfehlung der Autoren zu, dass Fondsselektoren sowohl Mittelbewegungen von Investmentfonds als auch die Karrieren von Fondsmanagern verfolgen sollten und halten diese Faktoren für maßgeblich bei der Auswahl von Investmentfonds einer jeweiligen Kategorie.

*“First of all, investors should pay close attention to fund flows and the resulting changes in fund size, as well as to the career paths of individual fund managers amongst different funds: our results show that past performance*

*is only an indicator of future performance if the manager is not replaced and fund flows do not eliminate the persistence.”<sup>4</sup>*

Leider bieten die gängigen Datenbanken nur unzureichende Informationen über die verantwortlichen Personen im Fondsmanagement und insbesondere die entsprechende Chronologie. In der Regel finden sich ebenfalls keine Daten über die Entwicklung des verwalteten Fondsvolumens, so dass nicht ermittelt werden kann, unter welchen Volumenrahmenbedingungen die vergangenen Ergebnisse erzielt worden sind. Diese Faktoren müssen in der praktischen Anwendung somit Einzelfallbezogen hinterfragt werden, um zum einen festzustellen, wer tatsächlich die Anlageentscheidungen in der Vergangenheit getroffen hat und zum anderen, um zu ergründen, ob die Ergebnisse unter den aktuellen Volumenrahmenbedingungen auch wiederholbar sind. In genau dieser qualitativen Analyse verstehen wir im Hause SAUREN unsere Kernkompetenz.

*Verfasser des Kommentars: Ansgar Guseck*

## Literaturverzeichnis

Berk, Jonathan; Green, Richard (2004): Mutual Fund Flows and Performance in Rational Markets, Working paper, University of California

Bessler, Wolfgang; Blake, David; Lückoff, Peter; Tonks, Ian (2010): Why does Mutual Fund Performance not Persist? The Impact and Interaction of Fund Flows and Manager Changes, Discussion Paper, The Pensions Institute, Cass Business School <http://www.pensions-institute.org/workingpapers/wp1009.pdf>

Carhart, Mark M. (1997): On Persistence in Mutual Fund Performance, in: Journal of Finance, Vol. 52, S. 57-82

Guseck, Ansgar (2007): Marktgleichgewicht bei offenen Investmentfonds

Sauren, Eckhard; Guseck, Ansgar; Hall, Hermann-Josef (2007): Das Sauren Fonds-Konzept, FinanzBuchVerlag

## Sauren Unternehmensportrait

Die SAUREN-Gruppe ist der führende unabhängige Spezialist für qualitative Fondsanalysen, bei denen der Manager und seine persönlichen Fähigkeiten im Mittelpunkt stehen. Das Unternehmen wurde im Jahr 1991 von Eckhard Sauren als unabhängiger Spezialanbieter für eine neuartige qualitative Fondsanalyse gegründet. Mit ihrer einzigartigen personenbezogenen Investmentphilosophie hat sich die SAUREN-Gruppe fest unter den erfolgreichsten Dachfonds-Managern in Europa etabliert. Die Dachfonds decken alle wichtigen Segmente ab und wurden wiederholt für ihre überdurchschnittliche Performance ausgezeichnet.

Das Haus SAUREN gilt als einer der Pioniere im Dachfondsmanagement. Mit der Auflegung des Sauren Global Growth am 1. März 1999 brachte die SAUREN-Gruppe einen der ersten in Deutschland zum Vertrieb zugelassenen Dachfonds auf den Markt. Seit diesem Zeitpunkt wird das langjährig

gesammelte Know-how der Fonds(manager)analysen und Investmentideen im Management der hauseigenen Dachfonds erfolgreich umgesetzt. Das Haus SAUREN nahm in der Vergangenheit bereits mehrmals eine Vorreiterrolle in der Investmentbranche ein. So insbesondere auch mit der Auflegung eines der ersten in Deutschland vertriebsberechtigten Dach-Hedgefonds. Zum Jahresende 2009 wurde ein innovativer Absolute-Return-Dachfonds aufgelegt, der in die „neue Generation“ von Absolute-Return-Fonds investiert. Die SAUREN Dachfonds können seit Auflegung nachhaltig überdurchschnittliche Wertentwicklungen und zahlreiche Auszeichnungen vorweisen. Für institutionelle Investoren werden im Bereich Asset Management sowie im Consulting individuelle Dienstleistungen angeboten, welche zunehmend genutzt werden.

Seit dem Jahr 2002 veröffentlicht SAUREN das qualitative SAUREN Fondsmanager-Rating, das die persönlichen Fähigkeiten der Manager mit einer, zwei oder drei Goldmedaillen bewertet und im Markt eine hohe Aufmerksamkeit erfährt.

### JÄHRLICHER MEHRWERT DER SAUREN DACHFONDS GEGENÜBER IHREM JEWEILIGEN VERGLEICHSINDEX\*

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Gesamt <sup>11</sup>
SAUREN GLOBAL GROWTH <sup>1</sup>	11,0%	0,4%	7,2%	11,3%	2,8%	7,3%	0,2%	2,6%	-1,3%	14,7%	71,6%
SAUREN GLOBAL BALANCED <sup>2</sup>	3,7%	2,6%	5,9%	4,8%	0,3%	3,5%	1,7%	3,6%	-8,1%	7,6%	25,7%
SAUREN GLOBAL OPPORTUNITIES <sup>1</sup>	42,2%	3,6%	13,6%	22,8%	3,8%	7,3%	4,9%	11,3%	-1,4%	26,2%	135,6%
SAUREN GLOBAL DEFENSIV <sup>3</sup>				5,0% <sup>8</sup>	0,6%	3,0%	1,0%	1,8%	-7,3%	6,3%	12,2%
SAUREN GLOBAL CHAMPIONS <sup>1</sup>							3,8% <sup>9</sup>	5,7%	-0,1%	6,1%	11,1%
SAUREN GLOBAL STABLE GROWTH <sup>4</sup>									8,2%	14,9%	20,6%
SAUREN ZIELVERMÖGEN 2020 <sup>5</sup>									-0,7% <sup>10</sup>	4,8%	3,8%
SAUREN ZIELVERMÖGEN 2030 <sup>6</sup>									4,1% <sup>10</sup>	10,1%	13,7%
SAUREN ZIELVERMÖGEN 2040 <sup>7</sup>									8,0% <sup>10</sup>	11,7%	19,5%

<sup>1</sup> Vergleichsindex MSCI World Kursindex in Euro; <sup>2</sup> Vergleichsindex bis zum 30.11.2004 Mischung aus 60 % Dow Jones EURO STOXX 50 Kursindex und 40 % REX Performance Index, ab 01.12.2004 Mischung aus 50 % REX Performance Index, 25 % MSCI World Kursindex in Euro und 25 % Dow Jones EURO STOXX 50 Kursindex; <sup>3</sup> Verzinsung von 3 % p. a.; <sup>4</sup> Mischung aus 50 % MSCI World Kursindex in Euro, 25 % Dow Jones EURO STOXX 50 Kursindex und 25 % REX Performance Index; <sup>5</sup> Der Vergleichsindex setzt sich zusammen aus 70 % REX Performance Index, 15 % Dow Jones EURO STOXX 50 Kursindex und 15 % MSCI World Kursindex; <sup>6</sup> Der Vergleichsindex setzt sich zusammen aus 50 % REX Performance Index, 25 % Dow Jones EURO STOXX 50 Kursindex und 25 % MSCI World Kursindex; <sup>7</sup> Der Vergleichsindex setzt sich zusammen aus 30 % REX Performance Index, 25 % Dow Jones EURO STOXX 50 Kursindex und 45 % MSCI World Kursindex; <sup>8</sup> vom 27.02.2003 bis zum 31.12.2003; <sup>9</sup> von 15.02.2006 bis zum 31.12.2006; <sup>10</sup> vom 18.02.2008 bis zum 31.12.2008; <sup>11</sup> Mehrwert seit Auflegung bzw. Umsetzung der aktuellen Fondsstrategie des jeweiligen Dachfonds; Stand: 31.12.2009; Quelle: Sauren Fonds-Research AG

Die Fonds weisen aufgrund ihrer Zusammensetzung erhöhte Wertschwankungen auf, d. h., die Anteilpreise können auch innerhalb kurzer Zeiträume erheblichen Schwankungen nach oben und nach unten unterworfen sein.

\*Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Die prozentualen Angaben zeigen die Differenz zwischen den Wertentwicklungen der Dachfonds auf Basis der veröffentlichten Rücknahmepreise (welche bereits die auf Fondsebene anfallenden Kosten gemäß Verkaufsprospekt beinhalten) und der Wertentwicklung des jeweils angegebenen Vergleichsindex. Ausgabeaufschläge werden nicht berücksichtigt. Im Falle der Berücksichtigung der Ausgabeaufschläge würde die Wertentwicklung niedriger ausfallen.

## ALLGEMEINE HINWEISE

Der vorliegende Kommentar dient allein Informationszwecken. Die Daten wurden sorgfältig recherchiert. Es kann keine Verantwortung für die Vollständigkeit und Richtigkeit der Daten seitens der Sauren Fonds-Research AG übernommen werden. Die Vervielfältigung oder Verbreitung darf nicht ohne vorherige schriftliche Genehmigung der Sauren Fonds-Research AG erfolgen. Dieser Kommentar stellt auch im Übrigen keine Anlageempfehlung bzw. Anlageberatung dar und kann daher keinesfalls eine einfallorientierte Beratung ersetzen. Insbesondere geht mit der obigen Darstellung keine Aufforderung zum Kauf von Investmentanteilen einher. Eine Anlageentscheidung sollte - ggf. unter Einbeziehung Ihres Beraters - in jedem Fall auf Grundlage der Verkaufsprospekte und der letzten Jahresberichte bzw. Halbjahresberichte erfolgen. Den Verkaufsprospekt und sonstige Unterlagen können Sie kostenlos über Ihren Anlageberater anfordern oder unmittelbar bei der Sauren Fonds-Service AG, Im MediaPark 8, 50670 Köln (siehe auch [www.sauren.de](http://www.sauren.de)).

Diese Information dient der Produktwerbung.

## KONTAKT

Möchten Sie die hier angesprochene Literatur gerne im Original lesen oder haben Sie Fragen dazu, so können Sie uns gerne unter nebenstehender Kontaktadresse ansprechen. Gerne informieren wir Sie auch über die SAUREN Dachfonds und das Dienstleistungsangebot von SAUREN INSTITUTIONAL.

## SAUREN FONDS-RESEARCH AG

Im MediaPark 8 (KölnTurm) | 50670 Köln  
 Ansprechpartner: Ansgar Guseck, Vorstand  
 Telefon +49 221 65050-138 | E-Mail: [a.guseck@sauren.de](mailto:a.guseck@sauren.de)  
[www.sauren.de](http://www.sauren.de)